

2025 年 6 月 23 日

中东乱局下的超级央行周

民银国际研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (6/9): 美国就业平稳, 联储保持定力
- 海外宏观周报 (6/3): 通胀下行与经济韧性, 去美元化暂时缓和
- 海外宏观周报 (5/26): 美国股债汇再次齐跌的原因
- 海外宏观周报 (5/19): 如何看待美国实际通胀与预期分化
- 海外宏观周报 (5/12): 美联储保持定力, 硬指标证据不足

主要大类资产走势:

	2025-06-20	周变动
美国国债收益率10Y	4.38	-3.0 bp
美国国债收益率2Y	3.90	-6.0 bp
日本国债收益率10Y	1.44	1.0 bp
日本国债收益率2Y	0.73	-0.8 bp
德国国债收益率10Y	2.52	3.0 bp
德国国债收益率2Y	1.84	1.0 bp
标普500指数	5967.84	-0.15 %
纳斯达克指数	19447.41	0.21 %
道琼斯工业指数	42206.82	0.02 %
日经225指数	38403.23	1.50 %
伦敦富时100指数	8774.65	-0.86 %
巴黎CAC40指数	7589.66	-1.24 %
德国DAX指数	23350.55	-0.70 %
伦敦现货黄金	3368.25	-1.95 %
英国布伦特原油现货	78.40	4.13 %
美元指数	98.7639	0.63 %
欧元兑美元	1.1522	-30 pips
英镑兑美元	1.3449	-125 pips
美元兑日元	146.1085	20040 pips
美元兑人民币	7.1837	24 pips

【一周焦点】

美联储保持按兵不动, 美国经济虽然在减速, 但仍保持韧性, 劳动力市场保持稳健, 关税对于通胀的抬升作用才刚体现, 并需要进一步观察。近期美联储官员的发言产生了一定分歧, 部分“硬指标”的减缓正在为美联储降息提供更多新的证据, 7 月降息预期小幅升高但仍不足 20%。英国央行维持政策利率不变, 分歧的投票结果使得 8 月降息预期升温。日本央行保持按兵不动, 明年 4 月起缩减购债规模将减半, 但通胀压力日渐增加。在贸易战和中东危机双重影响下, 各国央行或正面临对于通胀形势的重新评估。一旦伊以冲突扩大化和长期化引发能源价格继续回升并保持, 不排除出现“二次通胀”, 这或成为下半年重要的政策风险。

【交易模式】

中东乱局下避险交易浮现

【关键数据】

美国: 零售销售超预期下行, 房地产新屋开工弱于预期, 批发商销售减速, 库存小幅下行, 进口价格环比上升, 工业生产环比下降。

欧洲: 英国通胀小幅回落, 符合预期; 欧元区营建产出反弹, ZEW 指数回升, 消费者信心指数回落。日本: 核心通胀压力增加, 进出口减速, 贸易逆差扩大, 核心机械订单环比下降。

【重要事件】

美国: 美联储按兵不动, 美英签署贸易协议一般条款。欧洲: 英国央行按兵不动, 瑞士挪威多国降息。日本: 央行继续按兵不动, 明年春季放缓减债速度。其他地区: 伊以局势恶化, 美国军事介入。

【本周关注】

美国地产及 PCE 数据

目 录

【一周焦点】	1
中东乱局下的超级央行周.....	1
【交易模式】	3
中东乱局下避险交易浮现.....	3
【关键数据】	4
美国：零售销售与地产数据均弱于预期.....	4
欧洲：英国通胀小幅回落，消费者信心.....	6
日本：通胀压力增加，出口下滑逆差扩大.....	7
【重要事件】	9
美国：美联储按兵不动，美英签署贸易协议一般条款.....	9
欧洲：英国央行按兵不动，瑞士挪威降息.....	11
日本：央行继续按兵不动，明年春季放缓减债速度.....	12
其他地区：伊以局势恶化，美国军事介入.....	12
【本周关注】	14
美国地产及 PCE 数据	14

【一周焦点】

中东乱局下的超级央行周

上周美、英、日三大央行均保持货币政策按兵不动，但各自面临的形势不尽相同。伊朗与以色列的局势骤然升级，国际油价持续反弹，给全球自去年以来下行的通胀形势带来新的压力。在贸易战和中东危机双重影响下，各国央行或面临对于通胀形势的重新评估。

美联储保持按兵不动，并认为当前政策利率很适合。6月利率决议一致同意维持4.25-4.5%的利率不变，从点阵图变化看，美联储对比3月更为鹰派，但年内降息两次的预测中值不变。从美联储决议以及鲍威尔讲话看，当前货币政策的松紧程度是适宜的，一是美国经济虽然在减速，但仍保持韧性，劳动力市场保持稳健，货币政策没有急于进一步放松的必要。对应的，美联储下调今年GDP预期0.3pp至1.4%，明年0.2pp至1.6%，但后年依旧会回升至1.8%。由此可见，美联储对经济并未过于忧虑，且认为经济减速可以在一定程度上对冲关税的通胀压力。二是关税对于通胀的抬升作用才刚体现，并需要进一步观察。美联储对于通胀并不着急下结论，但倾向于认为影响暂时可控。对此，美联储上调未来3年核心PCE价格分别0.3、0.2和0.1pp至3.1%、2.8%和2.1%。在这种情况下，美联储确实有必要维持当前利率的限制性水平。

不过近期美联储官员的发言产生了一定分歧。利率决议公布后，特朗普再次炮轰鲍威尔为“太迟先生”，并称美联储应该立刻降息。美联储理事沃勒表示，尽管关税可能带来潜在的通胀压力，但美联储最早可能会在7月的下次会议上降息。沃勒的说法并非没有根据，上周发布的零售销售、地产及工业数据均出现了回落，5月整体零售季调环比下降0.9%，汽车零售环比下降3.5%，同时新屋开工低于预期，工业产出指数也环比下降了0.2%。部分“硬指标”的减缓正在为美联储降息提供更多新的证据。CME发布的“美联储观察”工具显示，7月美联储降息概率尽管略微升高，但仍不足20%，9月降息概率则接近70%。

英国央行维持政策利率不变。英国央行6月19日宣布维持4.25%的基准利率不变，但投票结果显示9人中支持不降息和降息的比例为6比3，表明分歧较为严重，这一决定使得英国央行8月可能降息25个基点的预期升温。英国近期通胀升至3%上方，但该趋势在英国央行的预期范围内，在5月的上一次降息后，英国央行曾表示由于能源价格基数变化通胀在4、5月份将会再次上行，

但劳动力市场呈现更多长期通胀下行压力。本次会议纪要也显示，委员会预计薪资增长将放缓，未来降息将“渐进且谨慎”。目前，交易员预计 2025 年内英国仍有两次 25 个基点的降息，至 2026 年夏季还有另外两次。

日本央行保持按兵不动，但通胀压力日渐增加。在 6 月 17 日结束的为期两天的货币政策会议上，日本央行全票通过将短期政策利率维持在 0.5% 的水平，符合市场预期。**本次会议的焦点转向调整购债规模计划**，日本央行最终决定从 2026 财年也就是明年 4 月起放缓缩减购债速度，从当前的每季度削减 4000 亿日元调整为每季度削减 2000 亿日元。随着日本国内的宏观经济环境和通胀预期发生的显著变化，近期日本超长期国债市场处境艰难，迫使日本央行考虑调整量化紧缩型货币政策的节奏。**当前日本通胀持续高企对日本央行形成了加息的压力。**5 月日本核心 CPI 增速上行至 3.7%，其中大米价格同比上涨 101% 且涨幅连续 8 个月刷新纪录。然而日本央行仍坚持认为，贸易冲击可能导致日本经济增长放缓，暗指对长期通胀维持在 2% 目标不利。日本央行可能在长期通缩和低利率环境中降低了对通胀的敏感度，同时债务压力也束缚了政策空间。

在贸易战和中东危机双重影响下，各国央行或正面临对于通胀形势的重新评估。据报道，在以色列对伊朗发动突然袭击后，全球最大的航运贸易动脉之一正在出现令人不安的迹象——部分船东开始主动远离霍尔木兹海峡这一战略要道，运费飙升 24%。波罗的海重油油轮指数显示，过去一周国际平均运费上涨 12%，部分高风险航线，如波斯湾至欧洲航线，以及经过红海的亚洲至欧洲航线，运费涨幅高达 2.5 倍。此外，对伊朗封锁霍尔木兹海峡的担忧，推升国际原油价格在过去两周上涨超过 10%，能源价格上涨将影响各国整体 CPI 涨幅，而一旦能源影响长期化，将从非核心通胀向核心通胀传导，通胀黏性会得到加强。类似的情况在上世纪 70 年代石油危机期间，以及 2022 年俄乌战争后都出现过。一旦伊以冲突扩大化和长期化引发能源价格继续回升并保持，不排除出现类似上世纪 70 年代后期的“二次通胀”。各国央行需要对于通胀形势进行重新评估，这可能成为下半年重要的政策风险。

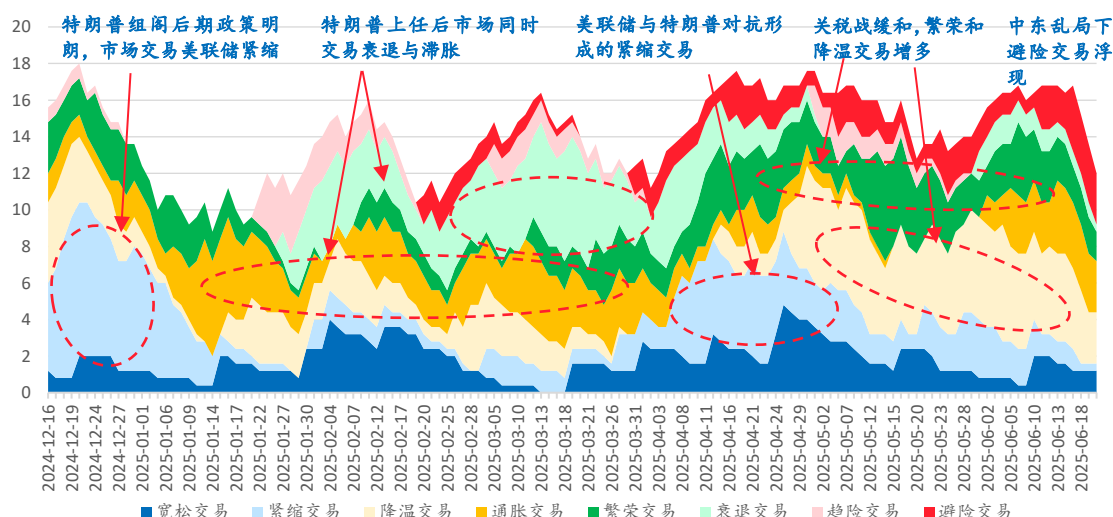
【交易模式】

中东乱局下避险交易浮现

表 1：近两周各交易日交易模式

6 月 9 日	6 月 10 日	6 月 11 日	6 月 12 日	6 月 13 日
不确定	宽松交易	避险交易	降温交易	通胀交易
6 月 16 日	6 月 17 日	6 月 18 日	6 月 19 日	6 月 20 日
不确定	避险交易	不确定	不确定	不确定

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日日内发生频次，权重根据日期远近调整）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

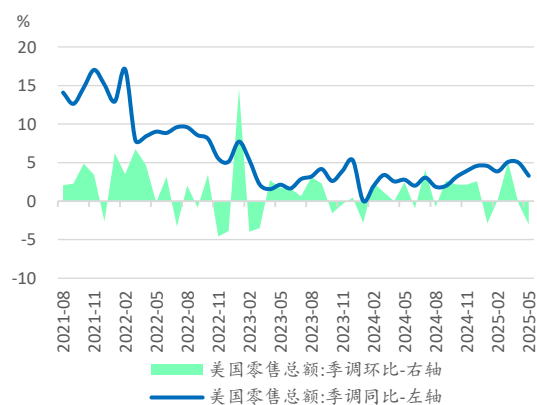
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：零售销售与地产数据均弱于预期

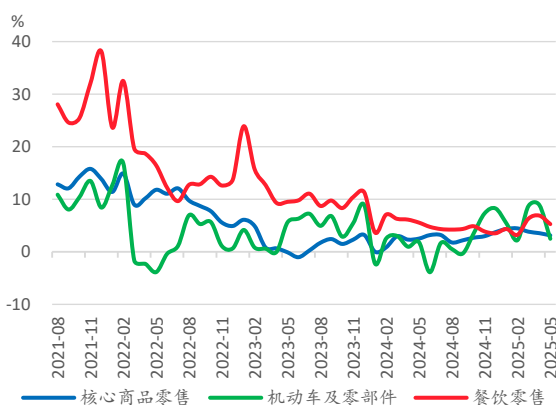
零售销售超预期下行。5月零售销售季调环比-0.9%（预期-0.6%，前值-0.1%），季调同比+3.3%（前值+5.0%）；不含汽车的核心零售季调环比-0.3%（前值0.0%），季调同比+3.4%（前值+4.1%）。汽车零售店季调环比-3.5%（前值-0.6%），季调同比+2.5%（前值+8.9%），餐饮零售季调环比-0.9%（前值+0.8%），季调同比+5.3%（前值+6.9%）。

图 2：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：欧盟统计局，Wind

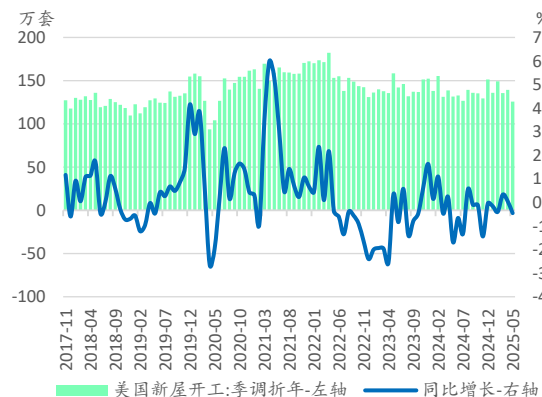
图 3：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：欧盟统计局，Wind

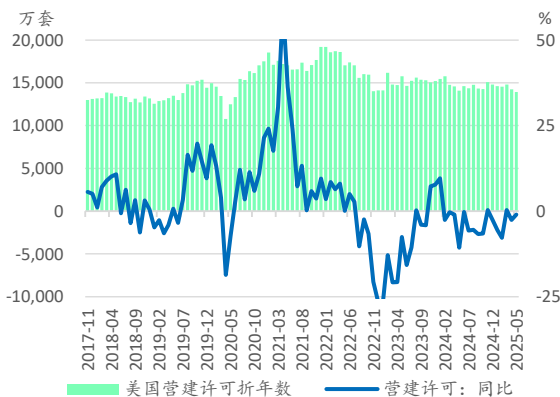
房地产新屋开工弱于预期。5月私人住宅新屋开工数量季调折年后为125.6万套（预期135.7万套，前值139.2万套），季调环比-9.8%（前值+2.7%）。营建许可年化总数139.3万套（预期142.8万套，前值142.2万套），季调环比-2.0%（前值-4.0%）。6月NAHB房地产指数为32（前值34）。

图 4：美国月度新屋开工数量与同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

图 5：美国营建许可套数及同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

其他月度数据：批发商销售减速，库存小幅下行，进口价格环比上升，工业生产环比下降。4月批发商销售季调环比+0.2%（前值+0.8%）；库存总额季调环比0.0%（前值+0.1%），零售商库存季调环比0.0%（前值-0.3%），批发商库存季调环比+0.2%（前值+0.3%），制造商库存季调环比-0.1%（前值+0.1%）。5月进口价格指数环比0.0%（前值+0.1%），同比+0.2%（前值+0.1%），剔除食品和燃料后的进口价格指数环比+0.4%（前值+0.5%），同比+1.3%（前值+0.8%）；工业生产指数季调环比-0.2%（前值+0.1%），制造业生产指数季调环比+0.1%（前值-0.5%）。6月纽约联储制造业指数为-16.0（前值-9.2），费城联储制造业指数为-4（前值-4）。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年		2025年						短期趋势
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
消费	零售销售总额-季调环比	0.6	0.8	-0.9	0.0	1.5	-0.1	-0.9		↓
	核心零售销售（不含机动车）-季调环比	0.0	0.7	-0.3	0.4	0.6	0.0	-0.3		↓
	机动车零售销售-季调环比	3.4	1.0	-3.3	-1.4	5.3	-0.6	-3.5		↓
	餐饮零售-季调环比	0.3	0.0	0.2	-0.5	2.5	0.8	-0.9		↓
	批发商销售-季调环比	0.9	1.4	-0.9	2.0	0.8	0.2			↓
房地产	新屋开工-季调环比	-4.2	16.9	-10.3	9.7	-9.1	2.7	-9.8		↓
	营建许可-季调环比	5.6	-1.9	-1.4	-0.4	1.9	-4.0	-2.0		↗
	NAHB/富国银行住房市场指数	46.0	46.0	47.0	42.0	39.0	40.0	34.0	32.0	↓
工业生产	工业产出指数-季调环比	-0.3	1.1	-0.1	1.0	-0.2	0.1	-0.2		↓
	制造业产出指数-季调环比	0.2	0.5	-0.4	1.2	0.6	-0.5	0.1		↗
	工业产能利用率	76.8	77.5	77.3	78.0	77.7	77.7	77.4		↓
	制造业产能利用率	76.1	76.3	75.9	76.7	77.1	76.7	76.7		→
库存	库存总额-季调环比	0.2	-0.3	0.4	0.2	0.1	0.0			↓
	零售商库存总额-季调环比	0.2	-0.5	0.2	-0.1	-0.3	0.0			↗
	批发商库存总额-季调环比	0.0	-0.7	0.8	0.5	0.3	0.2			↓
	制造商库存总额-季调环比	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	-0.1			↓
	进口价格指数-同比	1.4	2.2	1.7	1.7	0.8	0.1	0.2		↗
通货膨胀	进口价格指数-环比	0.1	0.1	0.3	0.2	-0.4	0.1	0.0		↓
	进口价格指数-不含食品和燃料-同比	2.0	1.8	1.1	1.1	1.0	0.8	1.3		↗
	进口价格指数-不含食品和燃料-环比	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.1	0.5	0.4		↓
PMI 指数	费城联储制造业指数	-4.4	-10.9	44.3	18.1	12.5	-26.4	-4.0	-4.0	→
	纽约联储制造业指数	20.2	2.1	-12.6	5.7	-20.0	-8.1	-9.2	-16.0	↓
周		2 May	9 May	16 May	23 May	30 May	6 Jun.	13 Jun.	20 Jun.	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.2	2.3	2.4	2.4	3.8	3.7	3.8	3.4	↓
	纽约联储周度经济指数	2.55	2.07	1.91	2.03	1.76	1.94	2.01		↗
	红皮书商业零售-同比	6.9	5.8	5.4	6.1	4.9	4.7	5.2		↗
	当周初次申请失业金人数-万人	22.9	22.9	22.6	23.9	24.8	25.0	24.5		↘
	持续领取失业金人数-万人	186.7	189.3	190.7	190.2	195.1	194.5			↓
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-176.53	16.20	23.81	-245.44	-154.82	-3.59	42.70	39.01	↓
	联储银行准备金周变动-亿美元	-2086.38	2003.42	350.96	480.50	102.49	679.24	677.37	1066.84	↓
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	871.32	-1075.68	-53.41	149.30	99.68	-1.84	321.33	11.29	↓

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

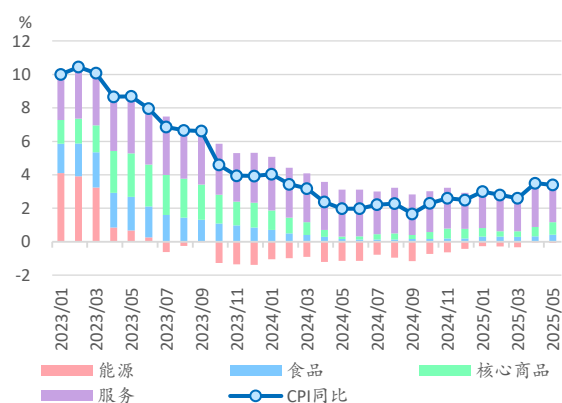
周度数据：亚特兰大联储 6 月 18 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年二季度美国 GDP 预计季调年化环比+3.4%（上周+3.8%），6 月 14 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.01%（前值由+1.88%上修+1.94 至%），当周红皮书商业零售同比+5.2%（前值+4.7%），当周初领失业金 24.5 万人（前值由 24.8 万上修至 25.0 万），前周续领失业金 194.5 万人（前值由 195.6 万下修至 195.1

万)。6月18日美联储资产负债表较上周+39.01亿美元(前值+42.7亿),联储银行准备金周较上周-1066.84亿美元(前值+677.37亿),逆回购协议+11.29亿美元(前值+321.33亿)。

欧洲：英国通胀小幅回落，消费者信心

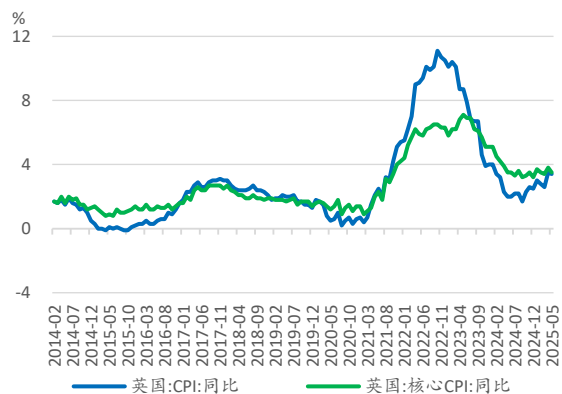
英国通胀小幅回落，符合预期。英国5月CPI同比+3.4%(预期+3.4%，前值+3.5%)，环比+0.2%(预期+0.2%，前值+1.2%)。核心CPI同比+3.5%(预期+3.5%，前值+3.8%)，环比+0.2%(预期+0.2%，前值+1.4%)。分项中，食品同比+4.2%(前值+3.2%)，能源同比-1.7%(前值-0.9%)，服务同比+4.7%(前值+5.4%)。

图4：英国CPI同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图5：英国CPI与核心CPI



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：欧元区营建产出反弹，ZEW 指数回升，消费者信心指数回落。欧元区4月营建产出季调环比+1.7%(前值-0.2%)，同比+3.0%(前值-1.3%)。德国5月PPI同比-1.2%(前值-0.9%)，环比-0.2%(前值-0.6%)。法国5月核心CPI下修至1.4%(初值1.5%，前值1.9%)。6月欧元区ZEW 现状指数-30.7(前值-42.4)，景气指数35.3(前值11.6)；欧元区消费者信心指数-15.3(前值-15.2)，英国GFK 消费者信心指数-18(前值-20)。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年		2025年						短期趋势
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
消费	欧元区20国消费者信心指数	-13.7	-14.5	-14.2	-13.6	-14.5	-16.6	-15.2	-15.3	↓
	英国GfK消费者信心指数	-18.0	-17.0	-22.0	-20.0	-19.0	-23.0	-20.0	-18.0	↑
工业	欧元区营建产出-季调环比	0.9	0.4	0.3	-1.2	-0.2	1.7			↑
	欧元区营建产出-同比	0.2	0.3	-0.1	-0.6	-1.3	3.0			↑
通胀	法国核心CPI同比	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	1.4		↓
	英国CPI同比	2.6	2.5	3.0	2.8	2.6	3.5	3.4		↓
	英国核心CPI同比	3.5	3.2	3.7	3.5	3.4	3.8	3.5		↓
	德国PPI同比	0.1	0.8	0.5	0.7	-0.2	-0.9	-1.2		↓
景气	欧元区ZEW经济现状指数	-43.8	-55.0	-53.8	-45.3	-45.2	-50.9	-42.4	-30.7	↑
	欧元区ZEW经济景气指数	12.5	17.0	18.0	24.2	39.8	-18.5	11.6	35.3	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

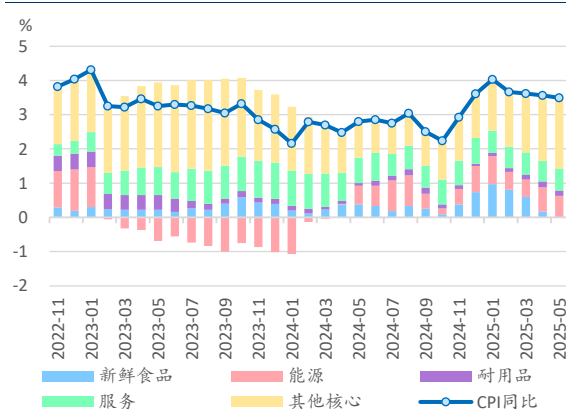
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：通胀压力增加，出口下滑逆差扩大

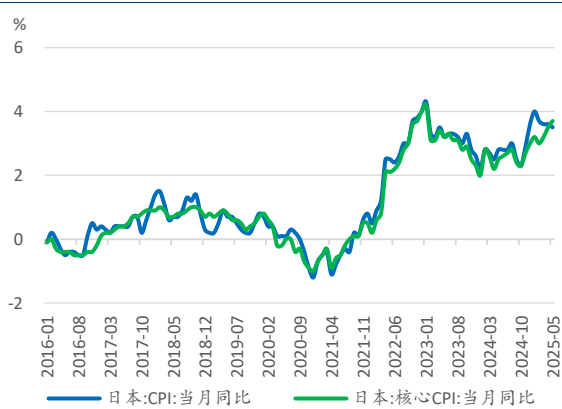
核心通胀压力增加。5月日本CPI同比+3.5%（前值+3.6%），环比+0.3%（前值+0.4%）。剔除生鲜食品的核心CPI同比+3.7%（预期+3.6%，前值+3.5%），环比+0.4%（预期+0.3%，前值+0.7%）。不包括生鲜食品和能源的CPI同比上涨+3.3%（前值+3.0%）。主要分项中，食品同比+6.5%（前值+6.5%），能源同比+8.1%（前值+9.3%），不含租金服务同比+1.9%（前值+1.7%），估算租金+0.3%（前值+0.3%），耐用品+2.2%（前值+2.5%）。

图 6：日本 CPI 同比涨幅结构



数据来源：日本统计局，Wind

图 7：日本 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：日本统计局，Wind

其他数据：进出口减速，贸易逆差扩大，核心机械订单环比下降。5月出口同比-1.7%（前值+2.0%），进口同比-7.7%（前值-2.2%），贸易差额-6376 亿日元（前值-1156 亿）。4月核心机械订单季调环比-9.1%（前值+13.0%）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总										
大类	月份	2024年			2025年					短期趋势
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
进出口	出口-同比	3.1	3.8	2.7	7.3	11.4	4.0	2.0	-1.7	↓
	进口-同比	0.5	-3.8	1.8	16.3	-0.7	1.9	-2.2	-7.7	↓
	贸易差额-亿日元	-4723.3	-1155.4	1277.2	-27417.3	5854.9	5542.8	-1156.3	-6376.1	↓
工业生产	核心机械订单-季调环比	1.6	2.6	-0.8	-3.5	4.3	13.0	-9.1		↓
	核心机械订单-季调同比	2.0	9.2	6.2	3.3	1.7	11.4	4.5		↓
	CPI-同比	2.3	2.9	3.6	4.0	3.7	3.6	3.6	3.5	↓
通货膨胀	CPI-季调环比	0.6	0.4	0.6	0.5	-0.4	0.3	0.4	0.3	↓
	核心CPI-同比	2.3	2.7	3.0	3.2	3.0	3.2	3.5	3.7	↑
	核心CPI-季调环比	0.6	0.4	0.3	0.2	-0.1	0.4	0.7	0.4	↓

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：美联储按兵不动，美英签署贸易协议一般条款

美联储公布6月利率决议，一致同意将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，连续第四次会议按兵不动，符合市场预期。美联储表示，对前景的不确定性已减弱，但仍然处于较高水平。美联储点阵图显示，在19位官员中，有7位官员认为2025年不降息（3月为4位），有2位官员认为2025年应累计降息25个基点（3月为4位），有8位官员认为2025年应累计降息50个基点（3月为9位），有2位官员认为2025年应累计降息75个基点（3月为2位）。

美联储下调美国今明两年GDP增幅预期。2025、2026、2027年底GDP增速预期中值分别为1.4%、1.6%、1.8%（3月预期均1.7%、1.8%、1.8%）。**美联储上调美国2025-27年失业率预期。**2025、2026、2027年底失业率预期中值分别为4.5%、4.5%、4.4%。（3月预期分别为4.4%、4.3%、4.3%）。**美联储上调2025-27年通胀预期。**2025、2026、2027年底核心PCE通胀预期中值分别上调至3.1%、2.4%、2.1%（3月预期分别为2.8%、2.2%、2.0%）。

美联储主席鲍威尔新闻发布会要点。**货币政策方面**，当前利率水平适度收紧，不算非常高；政策具有适度的限制性；加息绝非基本假设；当有信心通胀正在下降时会降息；没有人对利率路径预测有很高信心。**通胀展望方面**，通胀水平一直略高于2%目标；不能假设关税引发的通胀冲击仅仅是一次性的；预计未来几个月将出现关税驱动的通胀上升；预计5月份总体PCE上涨2.3%，核心指数上涨2.6%。**经济评估方面**，经济处于稳健状态，增速约1.5%-2%；经济不确定性在4月达到峰值后已减弱；经济一直都具有韧性，在一定程度上归功于美联储的立场。**劳动力市场方面**，劳动力市场状况依然稳健；多个指标显示经济接近最大就业水平；劳动力供应因移民减少而消退；人工智能同时创造和替换就业岗位；当前就业状况不支持立即降息。**关税影响方面**，关税是近期通胀预期上升的主要推动因素；关税效应已开始显现，预计会进一步增强；关税影响传导至消费者需要时间；许多公司将把关税成本转嫁给消费者；将在夏季进一步了解关税情况。**政策框架方面**，政策框架审查将在夏末完成；将考虑改善经济预测摘要（SEP）等沟通工具；框架不应取决于谁担任美联储主席。**其他事项**，拒绝评论2026年任期结束后是否留任；美联储正在实施买断计划和内部人员审查；住房问题长期存在，恢复价格稳定是关键；中东能源冲击不会造成持续通胀效应。

美联储内部存在分歧。美联储理事沃勒（C. J. Waller）表示，预计关税不会显着推高通胀，因此美联储可能最早在 7 月会议上就降息，最近的价格上涨一直温和，就业市场的一些令人担忧的迹象；美联储应该审视关税带来的一次性价格上涨，应对一直在降温的通胀基本趋势。里奇蒙德联储主席巴尔金（T. Barkin）表示，在经过多年的遏制通胀的斗争后，通胀仍高于美联储 2% 的目标。考虑到关键的关税辩论仍未解决，失业率处于 4.2% 的低位，因此没有降息的紧迫性，随着新关税的生效，他所在地区的企业仍预计今年晚些时候价格会上涨。旧金山联储主席戴利（M. C. Daly）表示，美国经济的基本面正在向可能有必要降息的方向发展，但 7 月份为时过早，秋季看起来更适合。

美国与英国签订贸易协议的一般条款。当地时间 6 月 16 日，美国白宫发表声明表示，美国总统特朗普与英国首相斯塔默共同宣布了贸易协议的一般条款。在一般条款中，美国计划为英国汽车进口设定每年 10 万辆的配额，征收关税税率为 10%，超过部分则按 25% 的额外关税税率征税。英国承诺，努力满足美国对输美钢铝产品供应链安全以及相关生产设施所有权性质的要求。在英国满足这些要求的前提下，美国计划迅速对英国生产的钢铝制品以及某些衍生钢铝制品设定“最惠国”税率配额。此外，双方承诺通过建立某些航空航天产品的免关税双边贸易，来强化航空航天和飞机制造的供应链。美国废除了此前三项行政命令中对英国航空航天业征收的关税。

美国参议院共和党人公布了他们版本的税收法案。法案新版本扩大了部分税收减免，将三项企业税收减免永久化，包括研发费用抵扣、扩大债务利息减免以及新设备（含多数机械和工厂）的费用化扣除。同时将债务上限提高 5 万亿美元。草案中显著缺失关于州和地方税抵扣（SALT）的协议，仅保留现行 1 万美元的抵扣上限。尽管在多个关键政策问题上尚未达成共识，参议院仍以紧迫的时间表推进立法——共和党人目标是在 7 月 4 日前通过法案并送回众议院最终批准。美国国会预算办公室发布的一项更全面的分析显示，在计入经济影响后，特朗普政府的税改和预算法案将在未来十年内使财政赤字增加 2.8 万亿美元。据悉，这份报告将预期的债务偿还成本纳入考量，发现该法案将提高利率，并在联邦债务基准预测的基础上增加 4410 亿美元的利息支出。

美国一名联邦法官批准了一项初步禁令，叫停了特朗普政府阻止哈佛大学接收国际学生的行动。据悉，这项初步禁令保留了哈佛大学在案件审理期间接收国际学生的权利。

欧洲：英国央行按兵不动，瑞士挪威降息

英国央行维持基准利率不变。英国央行 19 号宣布维持 4.25% 的基准利率不变，符合市场普遍预期。英国央行以比预期更分裂的投票结果将利率维持在 4.25% 不变，九人货币政策委员会中，六名成员投票支持维持利率不变，这一决定使得英国央行 8 月可能降息 25 个基点的预期升温。英国央行行长贝利在声明中称，尽管当天决定维持利率不变，但利率仍处于逐步下降的趋势。此外，当前全球形势难以预测，央行注意到英国劳动力市场出现疲软迹象，将密切关注其对通胀的影响。

瑞士央行降息 25 个基点至 0%，距离回到此前的负利率状态，仅一步之遥。瑞士央行暗示，如有必要，将准备进一步采取行动，以阻止瑞郎持续走强。特朗普政策担忧下，瑞郎在过去一个季度升至十年来对美元的最高水平。**挪威央行宣布降息 25 个基点至 4.25%，为疫情以来首次调整利率。**挪威央行表示，尽管经济前景尚不明朗，但如果经济发展符合目前预测，政策利率将进一步下调。

欧央行副行长金多斯（L. De Guindos）表示，通胀率低于欧洲央行 2% 目标的风险已得到控制。目前面临的通胀风险是平衡的，通胀率低于目标的风险非常有限，目前已非常接近目标。与此同时，薪资涨幅正回落至与欧洲央行目标相符的水平。随着高通胀得到控制，欧洲央行正重新审视其长期战略及政策工具组合，包括因过去十年通胀低迷而实施的大规模债券购买和负利率政策。当下欧元升值并不迅速，波动也不极端。欧元兑美元汇率处于 1.15 水平时，不会对央行实现通胀目标构成“重大障碍”。

在与美国的贸易谈判中，欧盟正试图与美国达成一份类似英美之间的贸易协议。该协议旨在先解决部分问题，即便无法在 7 月 9 日最后期限前就所有关税问题达成共识，避免立即启动对美反击措施。据欧盟谈判代表透露，欧盟拟同意美国统一征收 10% 关税的方案，以避免药品、电子产品和汽车面临更高关税。欧盟正计划大幅削减对美国制造汽车的关税，并研究消除技术性和法律性障碍，以简化美产汽车在欧销售流程。特朗普此前威胁，如果没有达成协议，对欧盟对等关税将上升至 50%。不过，欧盟内部仍存在分歧，以法国为首的一些国家希望对美国进行报复，但意大利、匈牙利等国偏向继续谈判。

美国和欧盟即将就多项非关税贸易争端达成“互惠贸易协议”。协议涵盖数字监管、环境政策和产业合作等领域。包括：美国科技公司在美欧就欧洲《数字

市场法》谈判期间获得执法豁免；双方将在造船业、关键矿物领域等加强合作。然而，草案中关税问题的缺失为协议前景增添不确定性。

英国政府公布基础设施升级战略。英国政府计划在未来 10 年为公共基础设施投入至少 7250 亿英镑，以兑现通过大规模投资提振英国经济、重新赢得选民支持的承诺。

日本：央行继续按兵不动，明年春季放缓减债速度

日本央行维持基准利率在 0.5% 不变，为连续第三次会议按兵不动。在 6 月 17 日结束的为期两天的货币政策会议上，日本央行全票通过将短期政策利率维持在 0.5% 的水平。日本央行同时决定，从 2026 财年也就是明年 4 月起放缓缩减购债速度，从当前的每季度削减 4000 亿日元调整为每季度削减 2000 亿日元。日本央行行长植田和男称，放缓缩减购债旨在确保不会因收益率异常波动对经济造成负面影响。

其他地区：伊以局势恶化，美国军事介入

伊以局势恶化，美国军事介入。当地时间 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动袭击。以空军对伊朗境内数十个与核计划和其他军事设施相关的目标发动空袭，并且将此次行动命名为“狮子的力量”。随后伊朗开始反击，以色列城市特拉维夫遭袭击。同日伊朗正式退出与美国的核谈判。当地时间 6 月 15 日，伊朗与以色列的相互攻击仍在持续，美国总统特朗普表示，他愿意接受俄罗斯总统普京担任伊朗和以色列冲突的调解人。当地时间 6 月 16 日，伊朗表示希望与美国和以色列对话，寻求结束敌对状态，作为回报，伊朗将在与美国的核谈判中提供一定的灵活性。以方官员表示，军方已准备至少两周的打击行动。6 月 17 日开始美国对伊以局势的态度迅速鹰派化，美国总统特朗普当日表示，已经完全掌控了伊朗上空的制空权，确切知道伊朗最高领袖哈梅内伊身处何处，目前美国不会刺杀他，要求伊朗无条件投降。6 月 18 日，特朗普表示美国不是在寻求停火，美国寻求的是“彻底的胜利”，也就是“伊朗没有核武器”。6 月 19 日，特朗普表示已批准了对伊朗的攻击计划，但暂不下达最终命令，以观察伊朗是否会放弃其核计划。美国官员正在为未来几天可能对伊朗发动的袭击做准备，福尔多核设施可能成为美国的打击目标。白宫方面表示，特朗普将在两周内决定是否攻击伊朗。对此，伊朗最高领袖哈梅内伊发表讲话强调，伊

朗绝不接受任何“强加的和平或战争”，伊朗民族不会投降，任何美国军事干预无疑都会带来无法弥补的损失。6月19日，中俄两国领导人就中东局势交换意见，呼吁停火止战是当务之急，保障平民安全是重中之重，开启对话谈判是根本出路，国际社会促和努力不可或缺。当地时间6月20日，伊朗与英法德三国外交部长结束在瑞士日内瓦持续约3个小时的会晤。**俄罗斯警告美国不要“军事介入”以伊冲突，否则将引发“无法预料的负面后果”**。俄总统新闻秘书佩斯科夫强调，讨论刺杀伊朗最高领袖哈梅内伊是不可接受的，俄方对哈梅内伊遇刺的反应将“极其负面”。当地时间6月20日，伊朗总统府官员法拉哈尼在接受采访时表示，如果美国下场卷入战争，伊朗也已准备好了所有选项。三名知情伊朗官员透露，由于担心遭到暗杀，**哈梅内伊目前藏身于一座地堡内，并已暂停电子通信**，并已在伊朗军事指挥体系中挑选了多名候补人员，以防其更多重要副手被刺杀。6月21日，特朗普宣布对伊朗福尔道、纳坦兹和伊斯法罕等核设施进行了“非常成功的袭击”，所有美军飞机现在均已离开伊朗领空。美国官员表示，美军在袭击中使用了B-2轰炸机。

第51届七国集团（G7）峰会6月17日落下帷幕。七国领导人就中东局势发表了力挺以色列的声明，强调“伊朗永不能拥有核武器”。但在俄乌冲突问题上，六国同美国分歧明显。特朗普16日出席晚宴后即以以伊冲突为由提前回到华盛顿，巧妙地回避了次日旨在声援乌克兰的工作会议。在各方普遍关注的关税问题上，除英国以外其他国家均未在峰会期间同美国取得明显进展。

联合国贸发会议报告显示，2024年全球外国直接投资下降11%，为连续第二年下降。发达经济体的直接投资急剧下降，其中欧洲下降58%。亚洲地区依然是全球外资最青睐的目的地，吸引外国直接投资达6050亿美元。

国际货币基金组织（IMF）警告称，如果不采取紧急行动应对增长放缓、投资疲软和地缘政治威胁上升，欧洲经济增长可能面临陷入停滞的风险。为了重振生产率，IMF呼吁欧盟采取“果断行动”，推动拖延已久的单一市场深化改革，并称跨境碎片化正在抑制创新和企业增长。

【本周关注】

美国地产及 PCE 数据

6 月 23 日	美国 5 月成屋销售
6 月 24 日	美国 4 月标普/CS 房价 美国 FHFA 房价
6 月 25 日	美国 5 月新屋销售
6 月 26 日	美国一季度 GDP 终值
6 月 27 日	日本 6 月东京都区部 CPI 美国 5 月 PCE 数据

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。